Константин Васильев,
руководитель проекта Cbonds

Только для особо надежных

Поддержание краткосрочной ликвидности может осуществляться как на внутренних, так и на международных рынках. Заемщики из стран СНГ пока еще не очень широко освоили инструменты международного денежного рынка, но с повышением их кредитного качества компании будут более активно прибегать к программам ECP. На данный момент зарегистрированы программы на $4.25 млрд, еще почти столько же заявлено в планах.

ОБЩЕМИРОВОЕ РАЗВИТИЕ РЫНКА

Еврокоммерческая бумага или вексель (англ. euro-commercial paper, ECP) — долговая ценная бумага, выпускаемая компанией на международных денежных рынках для удовлетворения своих краткосрочных потребностей в денежных средствах. Такие долговые бумаги могут иметь различный номинал, могут продаваться с дисконтом или с процентной ставкой. Сроки их погашения варьируются от 2 до 365 дней. Обычно ECP существуют в виде векселей, выпущенных надежными в финансовом плане компаниями.

Совокупный объем рынка инструментов международного денежного рынка (англ. money market instruments), по данным Международного Банка Расчетов (BIS Quarterly Review, '06 2007), по итогам первого квартала достиг $1 трлн, при этом 74% рынка приходится на коммерческие бумаги (англ. commercial paper, CP). Данный сегмент долгового рынка достаточно активно развивается — за год рынок вырос на 40%, за 10 лет — в 5 раз. Доля заимствований на международном денежном рынке в общем объеме внешних займов, учитывающих рынок еврооблигаций, за год выросла с 3.5% до 4%, но в среднем за последние 10 лет доля практически не изменилась и колеблется около 3.5%.

Доминирующее положение на рынке коммерческих бумаг занимают финансовые институты и банки, все больше вытесняя с рынка корпорации и других заемщиков — доля банков выросла за 10 лет с 75% до 90%, доля корпораций снизилась с 15% до 6%. Около 2% рынка на данный момент приходится на бумаги международных организаций и 1% — на правительственные займы. Отметим, что примерно четверть рынка занимают ECP, обеспеченные активами (ABECP).

С точки зрения валюты заимствований главенствующую роль с сентября 2002 года уверенно заняли CP в евро — на конец первого квартала 2007 года на них приходится 45% рынка против 30% у коммерческих бумаг в долларах США. Далее по популярности следуют CP в фунтах и швейцарских франках. Доля развивающихся рынков на денежных рынках достаточно невелика в силу критерия высокой надежности, а соответственно, и рейтинга заемщика, и составляет менее 2%.

ЕВРОКОММЕРЧЕСКИЕ БУМАГИ СНГ

На рынке еврокоммерческих бумаг российские заемщики присутствуют с 2003 года — Альфа-Банк и МДМ-Банк зарегистрировали программы ECP на $500 млн, а в 2004 году Альфа-Банк увеличил программу на $200 млн, а МДМ-Банк зарегистрировал еще одну программу ECP/MTN на $500 млн. Но дальнейшего бурного развития рынок не получил. Альфа-Банк с новой программой

вышел только в 2006 году, а МДМ-Банк еще только планирует выйти в 2007 году. И новые банки-заемщики начали присоединяться к ним только с конца 2006 года. Программа ECP Газпромбанка на $1 млрд прошла листинг на Ирландской бирже в ноябре 2006 года, Банк «Русский Стандарт» с аналогичной программой вышел на рынок в июле 2007 года. Возможно, рынок увидит ECP от таких государственных банков, как ВТБ, Банк Москвы, Россельхозбанк.

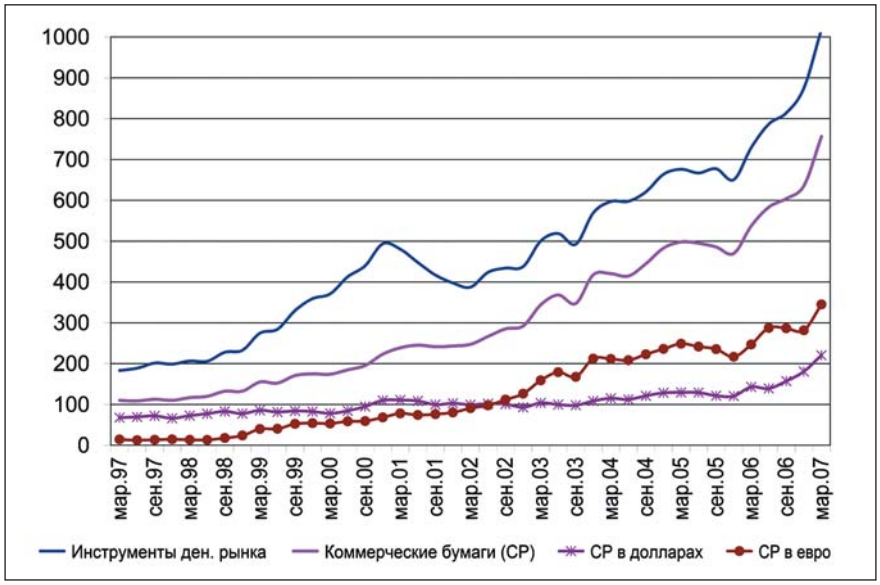
Положительным моментом развития рынка можно считать стабильное присутствие на рынке корпоративного заемщика не из банковского сектора. «Алроса» разместила в 2005 году 4 транша евровекселей на $200 млн и 4 транша на $500 млн в 2007 году в рамках программы на $1 млрд. Пример этой алмазной корпорации, возможно, стал стимулом для заявления планов по выходу на рынок и для таких крупных нефтяных компаний, как «Лукойл» и ТНК-ВР.

Среди организаторов программ ECP необходимо в первую очередь отметить UBS, который участвовал практически во всех эмиссиях, находящихся на данный момент в обращении. На мировом рынке, по данным Dealogic, UBS также стабильно входит в топ-10, но по количеству сделок традиционно лидируют Deutsche Bank, Barclays Capital и Citigroup. Наиболее активными заемщиками на международном рынке ECP, по данным Dealogic, являются такие отрасли, как энергетика, автомобилестроение и пищевая промышленность.

Из других стран СНГ на рынок ECP вышел в 2007 году только казахстанский КазКоммерцБанк с годовой программой на $250 млн. Как предполагается инструментом ECP,

Динамика рынка коммерческих бумаг, млрд $

Источник: BIS Quarterly Review, '06 2007



Обзор программ ECP в СНГ

Программа ECP	Транши	Объем программы, млн $	В обращении, млн $	Дата листинга	Дата погашения	Организатор	Эмитент	Рейтинг заемщика (M/S&P/F)
Россия, погашенные		1500	845					
Алроса, 2005 ECP	1–4	300	205.0	01.04.2005	09.12.2005	UBS	Alrosa Finance S.A.	Ba2/BB-/
Альфа-Банк, 2003 ECP	1–2	400	170.0	22.12.2003	20.01.2005	Merrill Lynch, UBS	Alfa Debt Markets	Ba1/BB/BB-
МДМ-Банк, 2003 ECP	1–3	300	211.0	19.06.2003	26.06.2004	Standard Bank, HypoVereinsbank	Bayerische Hypo-Und Vereinsbank AG	Ba1/BB/BB-
МДМ-Банк, 2004 ECP	1–6	500	258.7	16.03.2004	07.04.2005	UBS	Bayerische Hypo-Und Vereinsbank AG	Ba1/BB/BB-
Россия, в обращении		4000	982					
Алроса, 2007 ECP	8–11	1000	500.0	01.03.2007	21.12.2007	UBS	Alrosa Finance S.A.	Ba2/BB-/
Альфа-Банк, 2006 ECP	1–3	1000		18.07.2006	16.08.2007	Merrill Lynch, UBS	Alfa Debt Markets	Ba1/BB/BB-
Банк «Русский Стандарт», 2007 ECP	1	1000	215.0	11.07.2007	11.04.2008		Russian Standard Capital Plc	Ba2/BB-/BB
Газпромбанк, 2006 ECP	1–4	1000	266.8	03.11.2006	05.09.2007	UBS	GPB Finance Public Limited Company	Baa2/BBB-/
Казахстан		250	250					
КазКоммерцБанк, 2007, ECP	1	250	250.0	16.05.2007	16.05.2008	UBS	Kazkommerts International B.V	Ba1/BB+/BB+
Планируемые программы		3500						
ВТБ, ECP		1000		2007 г				Baa2/BBB+/BBB+
Лукойл, ECP		1000		2007 г				Baa2/BBB-/BBB-
МДМ-Банк, ECP		1000		2007 г		UBS		Ba1/BB/BB-
ТНК-ВР, ECP		500		2007 г				Ba2/BB+/BBB-

Обзор сделок SSD заемщиков из стран СНГ

Эмиссия SSD	Объем, млн/валюта	Дата ок. размещения	Дата погашения	Ставка купона	Организаторы	Рейтинг заемщика (M/S&P/F)
Россия						
ВТБ, 2006 (SSD, FRN)	130, EURO	26.01.2005	25.01.2006	Euribor + 115 bp	Bank Austria, VTB Bank Austria (Donau)	Baa2/BBB+/BBB+
ВТБ, 2007 (SSD, FRN)	200, EURO	18.01.2006	18.01.2007	Euribor + 30 bp	WestLB, VTB Bank Austria (Donau)	Baa2/BBB+/BBB+
НОМОС-БАНК, 2007 (SSD, FRN)	60.5, USD	25.12.2006	25.12.2007	Libor + 100 bp	HVB Group	Ba3//B+
Казахстан						
Альянс Банк, 2008 (SSD, FRN)	46, USD	23.03.2006	23.03.2008	Libor + 185 bp	Bankgesellschaft Berlin	Ba2//BB-
Банк ЦентрКредит, 2007 (SSD, FRN)	100, USD	06.04.2006	06.04.2007	Libor + 160 bp	Deutsche Bank	Ba1//BB-

к данному способу заимствований прибегают в основном крупные эмитенты с рейтингом, близким к инвестиционному уровню. Таким образом, можно ожидать выход на рынок еще 3–5 эмитентов из Казахстана, 1–2 из Украины и до 10 эмитентов из России. Потенциальный объем рынка, исходя из сложившегося соотношения 3.5–4% от общего объема рынка еврооблигаций, для России может составлять $5–7 млрд, по Казахстану и Украине — до $1.5 млрд.

ВЕКСЕЛЯ НА НЕМЕЦКОМ РЫНКЕ (SSD)

Говоря про векселя на международных рынках, нельзя не сказать про «шульдшайн», или «шульдшайндарлеен» (нем. Schuldscheindarlehen, SSD), которые по некоторым формальным признакам очень похожи на векселя, но выпущенные на немецком рынке.

Этот традиционный для финансовых рынков Австрии и Германии краткосрочный инструмент заимствований является комбинацией кредита и долговой расписки (векселя), которая эмитируется на всю сумму кредита при его получении. SSD не котируются на фондовой бирже, так как по немецкому праву представляют собой не ценную бумагу, а долговую расписку. Для выпуска SSD не требуется получение разрешения регулирующих органов, выпуск проспекта эмиссии и пр. Права требования по кредиту переуступаются кредитором путем подписания соглашений о частичной переуступке

ЭКСПЕРТ400
III ЕЖЕГОДНЫЙ ФОРУМ КРУПНОГО БИЗНЕСА РОССИИ

Организаторы
ЭКСПЕРТ РА 10 ЛЕТ РЕЙТИНГОВОЕ АГЕНТСТВО
ЭКСПЕРТ ОБЩЕНАЦИОНАЛЬНЫЙ ДЕЛОВОЙ ЖУРНАЛ
МИНПРОМЭНЕРГО РОССИИ

КТО СОЗДАЕТ ЭКОНОМИКУ РОССИИ?

3 октября 2007 года, отель Ritz-Carlton, г. Москва.

При поддержке
ФИНЭКСПЕРТИЗА АУДИТОРСКО-КОНСАЛТИНГОВАЯ ГРУППА

Партнер
МИНФОСТРАХ

- Реструктуризация лесопромышленного комплекса и механизмы привлечения инвестиций в отрасль
- Модернизация транспортной инфраструктуры как катализатор экономического роста
- Перспективы энергобаланса России: возможности оптимизации

Впервые:

- Механизмы частно-государственного партнерства в инвестиционных стратегиях российских компаний
- Российский фондовый рынок
- Инвестиции в авиастроительный кластер: тенденции и перспективы*

По вопросам участия:
Корнеева Марина, mvkorneeva@raexpert.ru,
тел.: (495) 225-34-44 (доб. 883), факс: 250-45-78

По вопросам сотрудничества:
Барыбина Юлия, barybina@raexpert.ru, тел.: (495) 225-34-44 (доб. 651)

*предварительная программа форума, актуальная информация на www.raexpert.ru

реклама

Генеральный спонсор в интернете
ФИНМАРКЕТ

Официальный медиа-партнер
ФИНАМ

При информационной поддержке
MFD.RU
FINANCIAL CBONDS INFORMATION
CBONDS review
БАНКИР.РУ
АСН
АЕН

(обычно в сумме, кратной 1 млн евро) с институциональными инвесторами, предоставившими заявки на участие в сделке. Основными инвесторами в SSD являются немецкие и австрийские банки (в частности, ипотечные и земельные банки), страховые компании, фонды и прочие инвесторы.

Несмотря на экзотичность данного продукта, заемщики из стран СНГ уже протестировали данный рынок и привлекли на нем в совокупности около $650 млн. Первым на данный рынок вышел ВТБ в январе 2005 года, заняв на год 130 млн евро под Euribor + 115 б.п., а потом через год рефинансировав данный займ уже на 200 млн евро и под гораздо более низкую ставку — 30 б.п. сверх Euribor. Вслед за ВТБ на данный рынок вышли два казахстанских банка: Альянс Банк и Банк «ЦентрКредит» с займами в долларах. В конце 2006 года НОМОС-БАНК разместил SSD на $60.5 млн под 100 пунктов сверх Libor.

Размещая SSD, заемщики из стран СНГ не только привлекают средства под достаточно низкую процентную ставку, но также достигают цели диверсификации инвесторской базы, привлекая новых, мало активных на рынке СНГ инвесторов из так называемых «немецкоговорящих» стран, для которых решающим фактором при принятии решения об участии в сделке является применение немецкого законодательства. Вряд ли можно ожидать бурного развития данного рынка, но единичные сделки все-таки будут проходить с активизацией «немецкоговорящих» инвесторов на рынках СНГ и поиском новых инвесторов российскими и казахстанскими банками.

Мнение

Константин Чернов,
директор департамента рынков капитала,
ЗАО «Газпромбанк»

Как вы оцениваете текущее состояние рынка еврокоммерческих бумаг и место данного сегмента на рынке еврооблигаций?

Такой инструмент привлечения финансирования, как выпуск ECP на международном рынке, в настоящее время доступен только высококачественным российским заемщикам, которые уже присутствуют на рынке с выпусками еврооблигаций. В России основными эмитентами ECP на международном рынке являются банки. Всего, начиная с 2005 года, на международном рынке размещение ECP было осуществлено 4 банками: Альфа-Банк, Банк «Русский Стандарт», Газпромбанк и МДМ-Банк — и одной корпорацией — «Алроса». В 2007 году с ECP дебютировал казахский банк Казкоммерцбанк.

Пока объем выпуска ECP российскими эмитентами незначителен. По оценке банков — организаторов ECP (UBS, Merrill Lynch), иностранные инвесторы позитивно восприняли первый опыт российских эмитентов. В перспективе можно ожидать выхода на данные рынок таких российских банков, как ВТБ, Россельхозбанк и Банк Москвы.

В целом объем европейского рынка коммерческих бумаг составляет более $800 млрд, при этом 50% объема рынка — эмиссии банков. Примерно 40% коммерческих бумаг деноминированы в евро, около 30% — в долларах США, оставшиеся 30% — в других валютах.

Следует отметить, что в настоящее время в России подготовлена законодательная база для выпуска и обращения российского аналога коммерческих бумаг — биржевых рублевых облигаций. Первое размещение биржевых облигаций в России запланировано на сентябрь 2007 г. Биржевые рублевые облигации могут стать оптимальным инструментом управления ликвидностью для российских банков и компаний нефинансового сектора, осуществляющих свою операционную деятельность преимущественно на внутреннем рынке и ведущих расчеты в национальной валюте РФ.

Какие перспективы у рынка ECP? Кому выгодны заимствования в подобном виде?

Мы ожидаем расширения рынка краткосрочных рыночных заимствований в первую очередь за счет развития внутреннего российского рынка биржевых облигаций, а также увеличения программ выпуска ECP на международном рынке за счет дальнейшего повышения рейтингов компаний и банков первого эшелона, что будет способствовать росту числа новых заемщиков, выходящих на международный рынок ECP.

ECP и биржевые облигации позволяют оперативно привлекать краткосрочное финансирование в иностранной валюте на срок до 1 года для регулирования ликвидности банков и пополнения оборотного капитала компаний нефинансового сектора.

Опишите, пожалуйста, сделки, заключенные вашей организацией на данном рынке. Какие цели были достигнуты?

В феврале 2006 г. Газпромбанк подготовил Программу выпуска европейских коммерческих бумаг (Euro Commercial Papers Programme) в размере $1 млрд. В качестве организатора и дилера по программе выпуска европейских коммерческих бумаг Газпромбанка выступил банк UBS.

Данная программа позволяет банку осуществлять оперативное привлечение денежных средств на срок до 1 года в любой валюте и используется казначейством для регулирования краткосрочной ликвидности банка. Совокупное время от момента принятия решения о выпуске коммерческих бумаг до момента получения денег составляет всего 1–2 недели: в зависимости от объема каждого отдельного выпуска коммерческих бумаг его размещение занимает от 1 до 5 рабочих дней плюс 3–5 рабочих дней на оформление документации и расчеты.

Для размещения коммерческих бумаг нет необходимости проводить road show — вся работа по размещению бумаг на европейском рынке осуществляется дилером на ценовых уровнях, предварительно согласованных с эмитентом.

Еще один важный момент, который хотелось бы здесь отметить, это отсутствие необходимости получать рейтинг программы от международных рейтинговых агентств, достаточно пройти листинг на одной из европейских бирж. Программа выпуска европейских коммерческих бумаг Газпромбанка прошла листинг на Ирландской фондовой бирже. Это удешевляет стоимость заимствований по сравнению с обычными еврооблигациями.

В рамках программы Газпромбанком было сделано несколько выпусков коммерческих бумаг, номинированных в долларах США и евро в совокупном объеме около $300 млн сроком обращения от 3 до 9 месяцев.